MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– January 2004 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received between 15 October 2003 and 19 January 2004.

Since the October *Monetary Policy Report*, three developments have led the Bank of Canada to modify its outlook for economic growth and inflation in Canada. First, economic activity in the rest of the world, especially in the United States, has been stronger than expected. Second, the U.S. dollar has continued its sharp depreciation against major world currencies, including the Canadian dollar, largely as a result of global economic imbalances. Third, downward revisions to Canadian GDP data in the first half of 2003 and lower-than-expected growth in the third and fourth quarters mean that the amount of economic slack was somewhat larger at the end of 2003 than projected by the Bank in its October *Report*.

Weighing these developments and their likely persistence, the Bank lowered its projection for output over the next year and a half and concluded that additional monetary stimulus would be required to support aggregate demand and return inflation to 2 per cent over the medium term. Thus, on 20 January, the Bank lowered its target for the overnight interest rate by 25 basis points to 2 1/2 per cent (Chart 1).

But risks remain. The main uncertainties for the Canadian economic outlook relate to the adjustment to global changes. These include a stronger world economy, higher commodity prices, and the realignment of world currencies, including the Canadian dollar. In this context, the role of monetary policy is to support aggregate demand sufficient to eliminate the output gap, so as to return inflation to its target over a two-year horizon.

Highlights

- **The Bank has lowered its projection for output over the next year and a half and has provided additional monetary stimulus.**
- **After mid-2004, the Canadian economy is projected to grow faster than capacity, relying primarily on private domestic demand.**
- **The economy is projected to return to close to full production capacity by the third quarter of 2005, and inflation should return to its 2 per cent target late in that year.**
- **The main uncertainties in the outlook relate to the adjustment to global changes.**

Chart 1
Target for the Overnight Rate and Target for the U.S. Federal Funds Rate
Daily

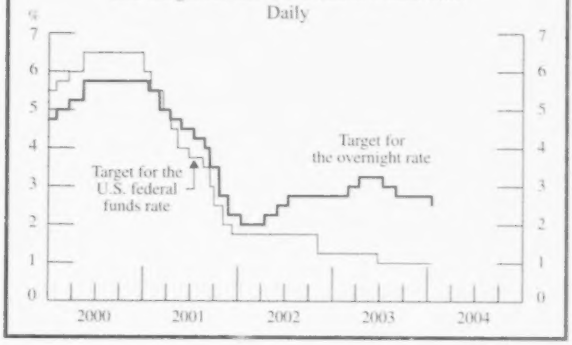
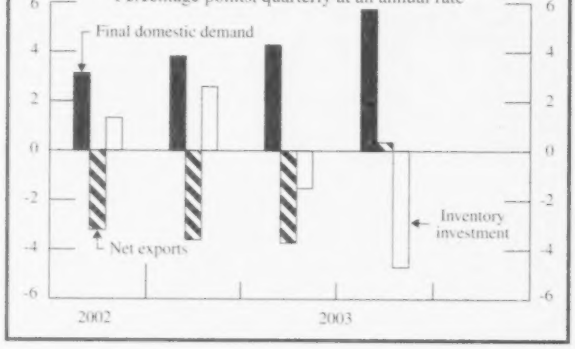


Chart 3
Contributions to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate

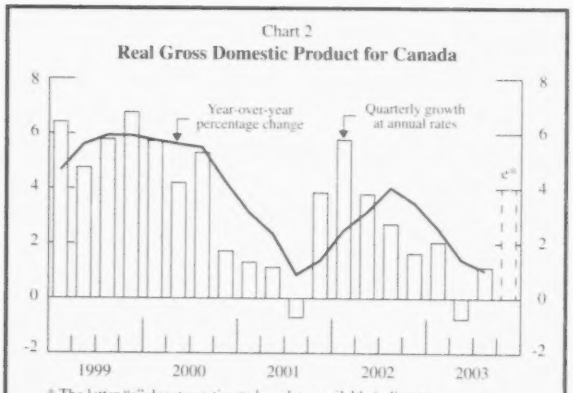


Overview of Recent Economic and Financial Developments

A global economic recovery, led by the United States, appears to be well underway and is proceeding at a somewhat stronger pace than was expected.

Canada's real GDP, after edging down in the second quarter of 2003, grew at an annual rate of only 1.1 per cent in the third quarter—a weaker result than projected in the last *Report*. Recent indicators for spending and activity point to a strengthening in the pace of economic expansion in the fourth quarter, with growth at about 4 per cent (Chart 2)—a rate above that of potential.

Chart 2
Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

The modest rate of growth in the third quarter largely reflected a sharp inventory correction by manufacturers and retailers (Chart 3). Economic activity was also adversely affected by the August blackout in Ontario and by the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products after the discovery of one case of bovine spongiform encephalopathy (BSE) in May.

The completion of the inventory correction, together with the recovery from these unusual shocks,[1] contributed importantly to the estimated rebound in growth in the fourth quarter. More generally, various aspects of the current climate, including robust employment gains and favourable financial conditions, suggest that stronger, more sustainable economic growth resumed in the fourth quarter of 2003.

Against this backdrop, the Canadian dollar has appreciated further against the U.S. dollar since last October, touching a ten-year high of 78.84 cents and averaging 76.5 cents over the period. On a trade-weighted basis, the movement has been somewhat less, given the relatively large

1. The recent discovery of a case of BSE in the United States in a cow that originated in Alberta has led to an extension of the ban on imports of live cattle from Canada, thereby delaying the recovery of Canada's cattle industry.

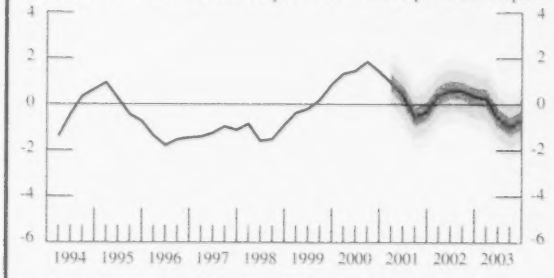
104-02134/

depreciation of the U.S. dollar against overseas currencies. Of note, the Canadian dollar has depreciated 4 1/2 per cent against the euro over the last three months. Overall, the stronger Canadian dollar appears to have begun to cut into the pace of economic activity in terms of weaker-than-expected export growth and signs of greater import penetration in the fourth quarter.

The Bank's conventional measures of potential output and the output gap indicate that the level of economic activity fell below full capacity in the second and third quarters of 2003 (Chart 4). And, while the amount of economic slack probably decreased somewhat in the fourth quarter, significant excess supply remains. Based on an analysis of all the indicators of capacity pressures, the size of the output gap is judged to be slightly larger than the conventional measure suggests.

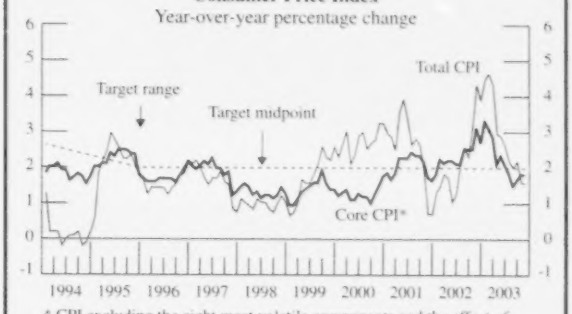
Even with a lower level of output and a strong Canadian dollar, core inflation (at 1.8 per cent in November) was slightly higher than projected in our October *Report* and up somewhat since August (Chart 5). The positive surprise in the core rate mainly reflected less price discounting of automobiles and clothing than expected; it should be temporary.

Chart 4
Estimated Output Gap*
Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.
Note: The estimate for the fourth quarter of 2003 is based on a projection of 4.0 per cent growth for the quarter.

Chart 5
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Core CPI inflation is likely to continue to exhibit some near-term volatility—rising in December before falling in the first quarter of 2004. These movements will mainly reflect the effects of special factors a year ago.[2] If one looks through these influences, however, underlying price pressures and the presence of unutilized capacity suggest a core rate of inflation below current levels.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.6 per cent in November, down from 2.0 per cent in August. This decrease in total CPI inflation was chiefly due to reductions in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier.

Adjusting to Global Changes

The stronger Canadian dollar largely reflects a response to global economic and financial forces. These include not only elements reflecting stronger world demand, such as higher world commodity prices, but also the adjustments associated with redressing global economic imbalances.

The stronger dollar means that the Canadian economy will be relying less on net exports and more on domestic demand.

2. For example, the 12-month rate of increase in the core CPI is expected to rise temporarily in December 2003, given that the first rebate on Ontario electricity prices lowered the level of the core CPI in December 2002.

This will require shifts in activity among sectors and changes on the part of many businesses. The Bank's recent regional survey suggests that these changes are underway. In particular, it indicates that firms affected by the appreciation have made plans to adjust—for example, by installing new machinery and equipment.

Canadian monetary policy facilitates the overall adjustment process by helping to sustain aggregate demand.

Economic Prospects

The global economic expansion is expected to strengthen over the next year or so, although economic imbalances still create uncertainty about its sustainability.

Growth in U.S. real GDP is projected to remain above the economy's growth potential in 2004, supported by stimulative policies and the depreciation of the U.S. dollar. Strengthening capital spending by businesses, combined with a considerable contribution from inventory investment, should underpin the expansion in activity. The Bank expects that U.S. economic activity will increase by about 4 1/2 per cent in 2004, on an average annual basis, which is somewhat stronger than was projected in the October *Report*. And, while prospects for sustained U.S. economic growth are clouded by the accumulation of fiscal and external imbalances, U.S. output growth is projected to remain above that of potential in 2005.

In the euro area, a gradual pickup in economic momentum is projected, while conditions in Japan should continue to improve, largely because of exports to the rest of Asia, especially China. Strong growth in emerging Asian markets should also continue to support U.S.-dollar prices for many commodities.

In Canada, economic growth in the period ahead will come primarily from private domestic demand, supported by monetary stimulus and by strong business confidence. Growth in household spending should also be underpinned by rising employment and incomes. A stronger global economy, the reduced cost of machinery and equipment resulting from the higher Canadian dollar, and ready access to capital markets should stimulate stronger business investment. Exports should receive some support from rising U.S. and global economic activity, notwithstanding a marked reduction, since 2001, in the U.S. propensity to import. However, the lower value of the U.S. dollar is expected to put continuing downward pressure on Canadian exports over the course of 2004.

The Bank's base-case projection now calls for real GDP growth in Canada to average about 2 3/4 per cent in 2004 (compared with 1.6 per cent in 2003), and to pick up to about 3 3/4 per cent in 2005. The Bank's projection assumes growth of about 3 per cent, at an annual rate, in the first half of 2004, moving to 3–3 1/2 per cent in the second half and peaking around 4 per cent in the first half of 2005. This would imply that the output gap would not change materially before the end of 2004, but would be substantially closed by the third quarter of 2005.

The Outlook for Inflation

Core inflation is projected to fall below 1.5 per cent in early 2004 (as the effect of past substantial increases in auto insurance premiums rapidly diminishes) before gradually moving back towards the 2 per cent target (Table 1) by the end of 2005.

The slack in product and labour markets should keep inflation below longer-run inflation expectations over the next year and a half. But this effect should disappear as the output gap closes.

The appreciation of the Canadian dollar over the last year is likely to continue to temper the rise in consumer prices

Table 1
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change

	2003	2004			2005	
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Core inflation	**1.9** *(1.6)*	**1.3** *(1.2)*	**1.6** *(1.6)*	**1.6** *(1.7)*	**1.7** *(1.9)*	**1.9** *(2.0)*
Total CPI	**1.7** *(1.7)*	**0.9** *(0.9)*	**1.5** *(1.4)*	**1.5** *(1.5)*	**1.4** *(1.8)*	**1.7** *(2.0)*
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US$ per barrel)						
WTI (level)	**31** *(30)*	**33** *(28)*	**31** *(27)*	**30** *(27)*	**28** *(27)*	**28** *(27)*

Numbers in brackets are from the October *Monetary Policy Report* as a point of reference.

through 2004. However, the extent of the pass-through of exchange rate movements to consumer prices is expected to be limited, based on the experience here in Canada and in other countries with low and stable inflation.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI continues to be importantly affected by developments in the markets for crude oil. If oil prices ease to about US$30 per barrel in the second half of 2004 and US$28 in 2005, as suggested by forward contracts, total CPI inflation should remain below core inflation through 2005.

Copies of the *Monetary Policy Report* and the *Update* can be obtained by contacting the Bank at:

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 2004 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue entre le 15 octobre 2003 et le 19 janvier 2004.

Depuis la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque du Canada a été amenée à modifier ses prévisions en matière d'expansion économique et d'inflation au pays en raison de trois facteurs. Premièrement, l'activité dans le reste du monde, en particulier aux États-Unis, s'est avérée plus vigoureuse qu'escompté. Deuxièmement, le dollar américain a poursuivi sa vive dépréciation par rapport aux autres grandes monnaies, dont le dollar canadien, sous l'effet essentiellement des déséquilibres économiques mondiaux. Enfin, les révisions à la baisse apportées aux données du PIB au Canada pour le premier semestre de 2003 et les taux de croissance inférieurs aux attentes aux troisième et quatrième trimestres de l'année signifient que la marge de capacités inutilisées était un peu plus importante à la fin de 2003 que la Banque ne le projetait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

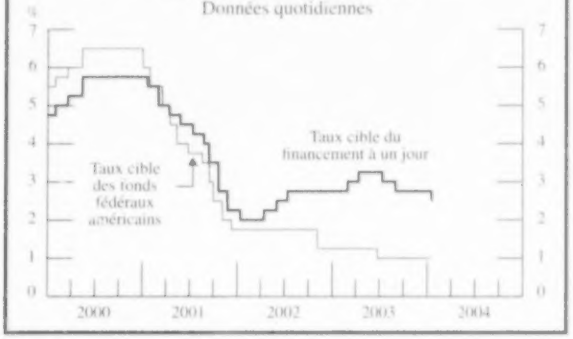
Tenant compte de ces facteurs et de leur persistance probable, la Banque a abaissé sa projection relative à la production pour les 18 prochains mois et conclu qu'il fallait accroître le degré de détente monétaire pour soutenir la demande globale et favoriser le retour de l'inflation à 2 % à moyen terme. C'est pourquoi, le 20 janvier, elle a réduit le taux cible du financement à un jour de 25 points de base pour l'établir à 2 1/2 % (Graphique 1).

Des risques demeurent, toutefois. Les principales incertitudes pesant sur les perspectives de l'économie canadienne concernent

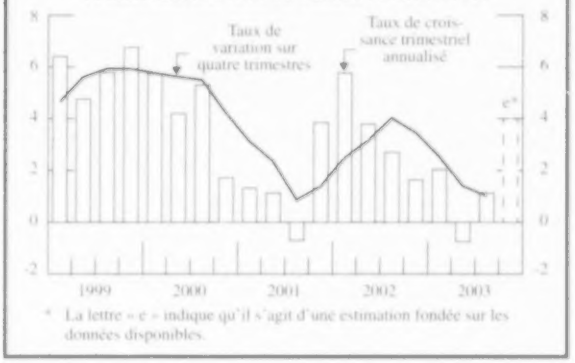
Faits saillants

- **La Banque a abaissé sa projection relative à la production pour les 18 prochains mois et accentué la détente monétaire.**
- **On prévoit que la croissance de l'économie canadienne, qui sera principalement tributaire de la demande intérieure privée, dépassera celle de la production potentielle après le milieu de 2004.**
- **L'économie devrait tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de 2005, et l'inflation revenir à la cible de 2 % vers la fin de cette année-là.**
- **Les principales incertitudes entachant les perspectives concernent l'ajustement de notre économie à la conjoncture internationale.**

Graphique 1
Taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains
Données quotidiennes



Graphique 2
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

l'ajustement à la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de l'activité économique mondiale, au renchérissement des produits de base et au réalignement des monnaies, y compris du dollar canadien. Dans ce contexte, le rôle de la politique monétaire est de favoriser un niveau de demande globale suffisant pour éliminer l'écart de production, de façon à ramener l'inflation à la cible visée à un horizon de deux ans.

Vue d'ensemble de l'évolution économique et financière récente

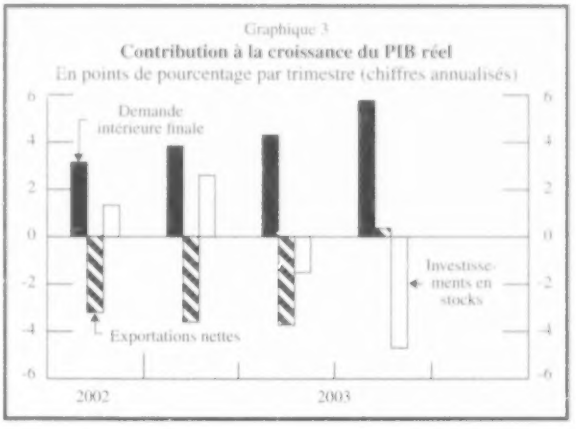
La reprise de l'activité à l'échelle mondiale, tirée par l'économie des États-Unis, semble bien engagée et se poursuit à un rythme légèrement plus rapide que prévu.

Le PIB réel du Canada, après avoir enregistré une baisse au deuxième trimestre de 2003, a progressé à un rythme annuel de seulement 1,1 % au troisième trimestre, soit un résultat inférieur aux projections contenues dans le dernier *Rapport*. Les plus récents indicateurs de la dépense et de l'activité révèlent une accélération de l'expansion économique au quatrième trimestre; celle-ci se serait établie à quelque 4 % (Graphique 2), un taux supérieur donc à celui de la production potentielle.

Si la progression observée au troisième trimestre a été modeste, cela tient dans une large mesure à l'importante correction des stocks opérée par les fabricants et les détaillants (Graphique 3). En outre, l'activité économique a subi les contrecoups de la panne d'électricité survenue en Ontario au mois d'août et de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits connexes par suite de la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) en mai.

La fin du mouvement de correction des stocks, combinée au redressement consécutif à ces chocs inhabituels[1], a grandement contribué à la reprise estimée au quatrième trimestre. De façon plus générale, divers aspects de la conjoncture actuelle, dont les solides gains au chapitre de l'emploi et les conditions financières favorables, permettent

Graphique 3
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



1. La découverte récente aux États-Unis d'un cas d'ESB chez une vache provenant de l'Alberta a eu pour effet de prolonger l'embargo sur les exportations de bovins vivants du Canada, ce qui vient retarder le redressement de l'industrie bovine au pays.

de croire que l'économie a renoué avec une croissance plus forte et plus durable au quatrième trimestre de 2003.

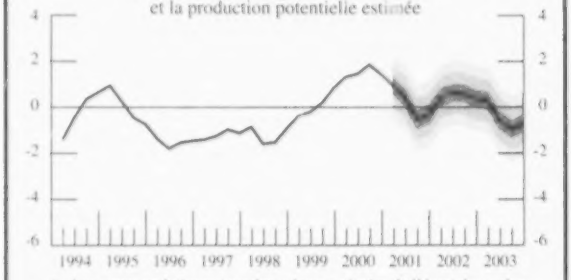
Sur cette toile de fond, le dollar canadien s'est encore apprécié par rapport à la devise américaine depuis octobre, atteignant 78,84 cents, un sommet en dix ans, et se négociant en moyenne à 76,5 cents durant cette période. Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, la hausse du huard a été un peu moindre en raison de la dépréciation relativement prononcée du dollar É.-U. vis-à-vis des monnaies des pays d'outre-mer. Signalons que le dollar canadien s'est déprécié de plus de 4 1/2 % par rapport à l'euro au cours des trois derniers mois. Dans l'ensemble, le raffermissement de notre monnaie semble avoir commencé à affecter le rythme de l'activité économique au pays : on note en effet une croissance des exportations plus faible que prévu ainsi que des signes d'une pénétration accrue des importations au quatrième trimestre.

Les mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production habituellement utilisées par la Banque indiquent que le niveau de l'activité est descendu en deçà du plein potentiel aux deuxième et troisième trimestres de 2003 (Graphique 4). Et, bien que la marge de capacités inutilisées se soit probablement rétrécie quelque peu au quatrième trimestre, des capacités excédentaires appréciables subsistent. En se fondant sur une analyse des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, on estime que l'écart de production est un peu plus important que ce que révèle la mesure usuelle de la Banque.

Malgré la baisse du niveau de la production et la vigueur du dollar canadien, l'inflation mesurée par l'indice de référence se situait à 1,8 % en novembre, soit un niveau légèrement plus élevé que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'octobre et un peu supérieur à celui qui a été enregistré en août (Graphique 5). Ce résultat inattendu est lié principalement au fait que les rabais accordés sur les automobiles et les vêtements ont été moindres que prévu, et il devrait être passager.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'afficher une

Graphique 4
Estimation de l'écart de production*
Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



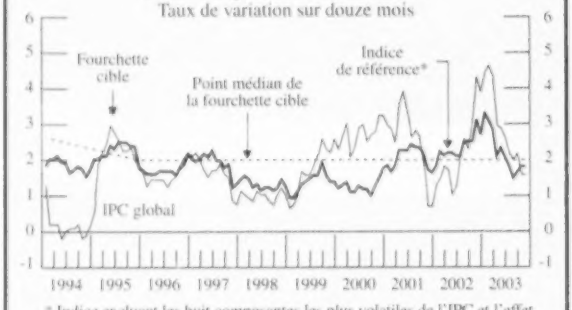
* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimative de l'écart pour le quatrième trimestre de 2003 se fonde sur une croissance prévue de 4,0 % pour ce trimestre.

certaine volatilité à court terme, à savoir augmenter en décembre, puis diminuer au premier trimestre de 2004. Ces variations seront surtout attribuables aux effets des facteurs spéciaux observés il y a un an[2]. Au-delà de ces influences, cependant, les pressions sous-jacentes qui s'exercent sur les prix et la présence de capacités excédentaires laissent croire que l'inflation mesurée par l'indice de référence descendra en deçà de son niveau actuel.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global était de 1,6 % en novembre,

Graphique 5
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

2. Par exemple, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence devrait connaître une hausse temporaire en décembre 2003, les premiers rabais offerts sur les tarifs de l'électricité en Ontario ayant fait fléchir cet indice en décembre 2002.

comparativement à 2,0 % en août. Ce recul est dû dans une très large mesure à la réduction des prix de détail de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux où ils se situaient un an auparavant.

L'ajustement à la conjoncture internationale

La hausse du dollar canadien est dans une large mesure la résultante des forces économiques et financières à l'œuvre à l'échelle planétaire. Ces forces sont liées non seulement au raffermissement de la demande sur le plan international, dont fait foi par exemple l'augmentation des prix mondiaux des produits de base, mais aussi aux ajustements associés à la correction des déséquilibres économiques entre les pays.

L'appréciation du dollar signifie que l'économie canadienne dépendra moins des exportations nettes, et davantage de la demande intérieure. Cette situation exigera des déplacements d'activité entre divers secteurs et obligera de nombreuses entreprises à procéder à des changements. Les résultats de l'enquête régionale menée récemment par la Banque montrent que ces changements sont en train de s'opérer. Ils indiquent, en particulier, que les firmes touchées par la montée du dollar ont élaboré des plans pour s'adapter à la nouvelle donne, prévoyant notamment l'acquisition de machines et de matériel.

En contribuant à soutenir la demande globale au pays, la politique monétaire canadienne facilite le processus d'ajustement dans son ensemble.

Les perspectives économiques

À l'échelle internationale, l'expansion de l'activité devrait s'accélérer au cours de la prochaine année environ, bien que la présence de déséquilibres économiques laisse encore planer des doutes quant à sa durabilité.

En 2004, le rythme de progression du PIB réel aux États-Unis devrait demeurer supérieur à celui de la production potentielle, à la faveur des politiques expansionnistes en place et de la dépréciation du billet vert. La hausse des dépenses d'investissement des entreprises, conjuguée à une augmentation considérable des investissements en stocks, devrait soutenir l'expansion économique. Pour l'ensemble de l'année 2004, la Banque prévoit que l'activité dans ce pays croîtra d'environ 4 1/2 %, un chiffre un peu plus élevé que celui avancé dans la livraison d'octobre du *Rapport*. Bien que l'accumulation de déficits budgétaires et extérieurs rende incertaines les perspectives d'une croissance durable de l'économie américaine, la progression de la production au sud de la frontière devrait demeurer plus rapide que celle de son potentiel en 2005.

Une reprise graduelle est attendue dans la zone euro. Au Japon, l'amélioration des conditions devrait se poursuivre, grâce surtout aux exportations vers les autres pays asiatiques, en particulier la Chine. La vive expansion des économies émergentes d'Asie devrait aussi continuer à soutenir les prix en dollars É.-U. de nombreux produits de base.

Au cours de la période à venir, la croissance de l'économie canadienne proviendra principalement de la demande intérieure privée, qui sera alimentée par la détente monétaire et par la forte confiance des entreprises. La progression de la dépense des ménages sera vraisemblablement étayée en plus par une hausse de l'emploi et des revenus. Le raffermissement de l'économie mondiale, la baisse du coût des machines et du matériel résultant de l'appréciation du dollar canadien et la facilité d'accès aux marchés des capitaux devraient stimuler les investissements des entreprises. Le regain de vigueur de l'activité économique aux États-Unis et à l'échelle mondiale devrait apporter un certain soutien aux exportations, en dépit du fait que la propension de nos voisins du sud à importer se soit considérablement amoindrie depuis 2001. On s'attend cependant à ce que la dépréciation du dollar américain exerce une pression continue à la baisse sur les exportations canadiennes en 2004.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit maintenant que la croissance du PIB réel au Canada se chiffrera en moyenne à quelque 2 3/4 % en 2004 (contre 1,6 % en 2003) et qu'elle s'accélérera pour atteindre

environ 3 3/4 % en 2005. La projection de la Banque suppose que le taux de croissance avoisinera 3 % en rythme annuel au premier semestre de 2004, puis qu'il se situera dans une plage allant de 3 à 3 1/2 % au second semestre, pour culminer aux alentours de 4 % durant la première moitié de 2005. Cette évolution implique que l'écart de production demeurerait sensiblement inchangé d'ici la fin de 2004, mais qu'il serait en grande partie résorbé au troisième trimestre de l'année suivante.

Les perspectives en matière d'inflation

On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence glissera au-dessous de 1,5 % au début de 2004 (en raison de l'atténuation rapide des répercussions des fortes majorations passées des primes d'assurance automobile), pour revenir graduellement à la cible de 2 % (Tableau 1) d'ici la fin de 2005.

Au cours des 18 prochains mois, les capacités excédentaires présentes sur les marchés des biens et du travail contribueront sans doute à maintenir le taux d'inflation observé en deçà du taux attendu à long terme. Toutefois, cet effet devrait disparaître à mesure que l'écart de production se résorbera.

L'appréciation qu'a connue le dollar canadien au cours de la dernière année continuera probablement de modérer la hausse des prix à la consommation tout au long de 2004. Cependant, à la lumière des résultats observés ici même au Canada et dans d'autres pays jouissant d'un taux d'inflation bas et stable, on peut s'attendre à ce que les mouvements du taux de change aient des répercussions limitées sur les prix à la consommation.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global dépendent encore dans une large mesure du comportement des cours du pétrole brut. Si le prix du brut fléchit pour s'établir à environ 30 $ É.-U. le baril au second semestre de 2004 et à 28 $ É.-U. en 2005, comme les contrats à terme le laissent supposer, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester en deçà de celui de l'indice de référence tout au long de 2005.

Tableau 1
Projection concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres

	2003	2004			2005	
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	**1,9** *(1,6)*	**1,3** *(1,2)*	**1,6** *(1,6)*	**1,6** *(1,7)*	**1,7** *(1,9)*	**1,9** *(2,0)*
IPC global	**1,7** *(1,7)*	**0,9** *(0,9)*	**1,5** *(1,4)*	**1,5** *(1,5)*	**1,4** *(1,8)*	**1,7** *(2,0)*
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril)						
WTI (niveau)	**31** *(30)*	**33** *(28)*	**31** *(27)*	**30** *(27)*	**28** *(27)*	**28** *(27)*

Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre et présentés à des fins de référence.

Pour recevoir des exemplaires du *Rapport sur la politique monétaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec la Banque :

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca